

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NO  
FINANCIAMENTO DE UMA ECONOMIA: UM  
ESTUDO DO CASO BRASILEIRO NO PERÍODO  
DE 2002 A 2013**

PEDRO HENRIQUE ANDRADE COSTA  
Matrícula 107327187  
E-mail: [pedroandrade@mail.com](mailto:pedroandrade@mail.com)

Orientador: Nelson Chalfun Homsy  
E-mail: [chalfun@ie.ufrj.br](mailto:chalfun@ie.ufrj.br)

ABRIL 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NO  
FINANCIAMENTO DE UMA ECONOMIA: UM  
ESTUDO DO CASO BRASILEIRO NO PERÍODO  
DE 2002 A 2013**

---

PEDRO HENRIQUE ANDRADE COSTA

Matrícula 107327187

E-mail: [pedroandrade@mail.com](mailto:pedroandrade@mail.com)

Orientador: Nelson Chalfun Homsy

E-mail: [chalfun@ie.ufrj.br](mailto:chalfun@ie.ufrj.br)

ABRIL 2015

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer aos professores Nelson Chalfun Homsy e Marcelo Jorge de Paula Paixão por toda a atenção, ajuda e suporte que me deram, possibilitando a realização deste trabalho. Gostaria de fazer também um agradecimento especial a minha namorada e companheira Ketza que ficou do meu lado me ajudando e incentivando durante todo o tempo, sem sua ajuda com certeza não teria chegado a esse ponto.

## **RESUMO**

O investimento tem o papel de impulsionar o desenvolvimento econômico. O financiamento tem papel vital para incentivar o investimento produtivo, pois gera os recursos necessários (para se investir, não é necessário uma poupança prévia). O sistema financeiro cria os meios para se obter o financiamento via empréstimos, emissão de ações e de títulos privados. O mercado brasileiro tem uma característica histórica de se aplicar mais em renda fixa (notoriamente nos títulos da dívida pública) por conta das elevadas taxas de juros praticadas no país.

Dentre os agentes que possuem relevância no mercado brasileiro e grande participação no mercado de renda fixa, se destacam os fundos de pensão. Os recursos desses agentes são, em parte, aplicados em setores que não geram estímulo ao investimento produtivo, porém pelos desafios recentes enfrentados por eles e por estímulos do aparato regulatório, tem aumentado a diversificação de suas carteiras em outros setores (como renda variável, que conforme explicado estimula também o financiamento). Esse estudo tem como objetivo analisar o papel dos fundos de pensão enquanto financiadores da economia brasileira no período de 2002 a 2013.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro I – Principais diferenças entre as teorias de Keynes, Kalecki e Wicksell ....	15
Quadro II – Resolução CMN 2.829/2001 .....	23
Quadro II – Resolução CMN 3.121/2003 .....	23
Quadro III – Resolução CMN 3.456/2007 .....	23
Quadro IV – Resolução CMN 3.792/2009 .....	23
Gráfico I – Taxa SELIC (1996 a 2013).....	26
Gráfico II – PL Fundos de Pensão .....	28
Gráfico III – PL dos Fundos de Pensão / PIB .....	29
Tabela I – PL dos Fundos de Pensão / PIB .....	29
Gráfico IV – Taxa Selic e IPCA .....	30
Gráfico V – Taxa Selic vs IPCA .....	31
Gráfico VI – Taxa Selic vs Alocação da Carteira dos Fundos de Pensão .....	32
Gráfico VII – Composição Percentual da Carteira dos Fundos de Pensão em Renda Fixa .....	33

## **ABREVIATURAS**

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência

AC – Alocação de Capital Complementar

BD – Benefício Definido

CD – Contribuição Definida

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CV – Contribuição Variável

EFPCs – Entidades Fechadas de Previdência Complementar

EMC – Eficiência Marginal do Capital

INSS - Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS)

IPCA – Índice de Preço ao Consumidor Amplo

MT – Market Timing

PDE – Princípio da Demanda Efetiva

PIB – Produto Interno Bruto

PL – Patrimônio Líquido

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

RF – Renda Fixa

RGPS - Regime Geral da Previdência Social

RV – Renda Variável

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

## ÍNDICE

Introdução .....	8
Capítulo 1 – A Importância do Investimento .....	11
1.1 – Investimento x Poupança .....	11
1.1.1 – Abordagem Clássica .....	11
1.1.2 – Abordagem Keynesiana .....	12
1.2 – Financiamento .....	14
1.3 – Sistema Financeiro Brasileiro .....	17
Capítulo 2 – Fundos de Pensão .....	19
2.1 – Sistema Previdenciário .....	19
2.1.1 – Previdência Social .....	20
2.1.2 – Previdência Complementar .....	20
2.2 – Planos de Benefício .....	21
2.3 – Regulamentação .....	21
2.3.1 – Limites de Alocação .....	22
2.4 – Meta Atuarial .....	23
Capítulo 3 – O Papel dos Fundos de Pensão na Economia Brasileira .....	25
3.1 – Conjuntura Econômica .....	25
3.2 – Dados Empíricos .....	27
3.3 – Comportamento dos Fundos de Pensão no Brasil de 2002 a 2013 .....	31
Conclusão .....	35
Referências Bibliográficas .....	36



## INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da economia se ampara principalmente nos investimentos produtivos, investimentos esses que estimulam a produção gerando maior renda, maior consumo e maior produto. Ao longo do tempo, diferentes teorias foram desenvolvidas com relação ao investimento, como da escola clássica e da escola keynesiana. Essas escolas tratam o investimento de diferentes formas, nesse estudo vai-se tratar da linha da escola keynesiana.

O investimento, segundo Keynes, determina a poupança. Assim, para se investir, não seria necessária uma poupança prévia (como acreditavam os clássicos) e sim meios de financiamento para as empresas. Os empresários baseiam suas decisões de investimento nas expectativas de demanda e dessa forma buscam recursos para se financiar.

O financiamento ganha destaque nesse estudo por estimular o investimento. Para as empresas se financiarem, existem alguns meios disponíveis como: empréstimos, emissão de títulos privados e emissão de ações.

Ao se pensar em empréstimos, tem que se considerar os canais de crédito do sistema financeiro, que remete a um sistema financeiro bem desenvolvido aonde as empresas conseguem obter linhas de crédito a um custo que não inviabilize o investimento.

Nas emissões de títulos privados e de ações, é a própria empresa quem cria meios de conseguir capital no mercado financeiro.

No caso da emissão dos títulos privados, a empresa vende títulos conseguindo o capital necessário para financiar um novo investimento.

Quanto às ações, são títulos representativos de uma parcela do capital social de uma companhia.

Segundo Cardim de Carvalho (2007):

*“Sistemas financeiros mais sofisticados permitirão também a negociação de títulos de propriedade, em que se transacionam expectativas de pagamento, solidarizando-se todas as partes como co-proprietárias de um dado empreendimento. Aqui são comprados e vendidos, portanto, direitos de propriedade, chamados de ações de uma empresa”. (pp. 212-213).*

No mercado primário ocorre a oferta inicial, também conhecida como IPO (Initial Public Offering), corresponde à primeira venda de ações da empresa no mercado de capitais. É no mercado primário que a venda de ações efetivamente financia a atividade produtiva. Isto porque, neste mercado, são lançadas ações novas, sendo a relação estabelecida diretamente entre a empresa e o investidor. O valor pago corresponde ao preço de emissão da ação e o dinheiro contribui diretamente com o capital social da empresa.

Porém, após a colocação das novas ações no mercado, estas passam a ser livremente negociadas entre os investidores, no chamado mercado secundário. A empresa não é parte na negociação, o que significa que as somas de capital movimentadas não são investidas na empresa. Porém, mesmo no mercado secundário, pode-se destacar um papel que influencie indiretamente o investimento, que seria a liquidez gerada.

Tendo em vista os meios de financiamento, é importante que exista uma demanda relativa para esses ativos. Porém, esses ativos com um maior potencial de retorno, tem maior risco para os investidores se comparado às aplicações em títulos públicos. Os títulos públicos apresentam menor risco, pois além de possuírem maior liquidez, apresentam baixo risco de crédito (como esses títulos são públicos, o risco é associado ao risco do País não honrar o pagamento).

Um ponto a se considerar na análise é a elevada taxa de juros histórica no Brasil, que juntamente com o perfil conservador dos investidores brasileiros, acaba por estimular uma concentração das aplicações em renda fixa e principalmente nos títulos públicos em detrimento aos investimentos produtivos.

Um dos principais agentes no mercado de renda fixa (e dos títulos públicos) são os fundos de pensão.

Os fundos de pensão representam um tipo privado de previdência, que é complementar à previdência do INSS. Trabalhadores insatisfeitos com o valor esperado de suas aposentadorias, contribuem com os fundos de pensão durante seus anos produtivos para, quando se aposentarem, terem uma renda maior que aquela oferecida pelo INSS. Pois a renda a ser recebida a título de aposentadoria é inferior aos salários que recebiam enquanto trabalhadores ativos e, dessa forma, para manter o padrão de vida, teriam que buscar complementá-la.

Dito isso, os fundos de pensão pelo tamanho de seus patrimônios e pela representatividade que tem no mercado, tem a possibilidade de estimular os investimentos se fizer uma maior diversificação das aplicações em suas carteiras.

Esse estudo procura investigar como os fundos de pensão se comportaram no período de 2002 a 2013 e os impactos que tiveram quanto ao financiamento do investimento (estímulos gerados via suas aplicações em ativos financeiros), utilizando os dados da PREVIC, OECD e BBG para comprovação empírica.

## **CAPÍTULO 1 – A IMPORTÂNCIA DO INVESTIMENTO**

O desenvolvimento da economia é pautado na produção. Existem duas correntes de pensamento em respeito à variável responsável por impulsionar o desenvolvimento econômico: a corrente dos clássicos que acredita na poupança como variável determinante e a corrente keynesiana que acredita no investimento como variável determinante.

Esse trabalho irá se basear na corrente keynesiana, ou seja, terá o investimento como foco.

### **1.1 – Investimento x Poupança**

Existem diferentes visões quanto à relação de investimento e poupança entre as escolas. Essa seção irá apresentar os argumentos da teoria clássica, assim como os argumentos de Keynes e Kalecki fazendo uma comparação entre eles.

#### **1.1.1 – Abordagem Clássica**

Na visão clássica, acredita-se que a oferta que determina sua própria demanda (Lei de Say), é estabelecido que a poupança é quem determina o investimento. Para se investir, seria necessário uma poupança prévia para financiar esse investimento. Os clássicos acreditavam que o único entrave à produção seria a poupança, que toda a produção gerada (aumento dado pelo investimento) teria mercado e assim a economia ficaria em estado de equilíbrio.

Para os autores clássicos, existe o equilíbrio do mercado, onde as curvas de oferta e de demanda do capital se encontram. É neste ponto de encontro que é determinada a taxa de juros, a qual seria um “preço” que equilibraria os mercados. A decisão do investimento (e previamente da poupança) se basearia na taxa de juros, pois ela é o que incentiva os agentes econômicos a pouparem. Ela representa a remuneração requerida na frente para se abster do consumo anteriormente.

No caso de a poupança ser insuficiente para a realização do investimento, a saída seria através da poupança externa (gerar déficits em transações correntes).

O financiamento é secundário na visão clássica e assim o sistema financeiro é apenas um intermediário. Segundo Valente (2007, p. 85):

*“O mercado de capitais e as instituições financeiras são definidos, respectivamente, como lócus e agentes pelos quais a intermediação da poupança é realizada. Ou seja, de acordo com essa visão, o sistema financeiro é um “intermediário passivo”, incapaz de determinar o volume e a qualidade dos fundos de financiamento do investimento.”.*

Segundo Valente (2007, pp. 86-88), Wicksell, numa abordagem clássica posterior aos postulados iniciais, introduz um papel para o sistema financeiro, que é capaz de financiar os investimentos através de empréstimos a uma taxa de juros determinada no setor bancário (diferente da taxa natural de juros, taxa que equilibra o mercado de oferta e demanda de capitais). Porém esse papel de financiamento representa apenas um desequilíbrio econômico, pois com os empréstimos a uma taxa menor que a taxa natural, iria gerar uma expansão do investimento que acarretaria numa redução da parcela do consumo e gerar finalmente uma pressão inflacionária. A solução no caso seria um aumento na taxa de juros dos empréstimos que iria convergir para o nível da taxa natural de juros. Assim como no caso de uma taxa de empréstimo maior que a taxa natural, o caminho seria o inverso, também resultando numa taxa de empréstimo convergindo para a taxa natural de juros.

### **1.1.2 – Abordagem Keynesiana**

A visão de Keynes contestou a visão clássica sobre Investimento, Poupança e Taxa de Juros. No seu trabalho da Teoria Geral, Keynes discorre sobre a preferência pela liquidez e o princípio da demanda efetiva, componentes vitais na sua visão. O investimento, segundo Keynes, não é determinado pela poupança e muito menos a taxa de juros da economia é o “preço” que equilibra as curvas de demanda e oferta de capital.

Segundo Keynes, o investimento é quem determina a poupança, sendo essa igual ao investimento ex-post. A decisão do investimento é dada pela expectativa que os investidores tem da demanda, eles decidem ex ante baseados nessa expectativa. A taxa de juros na teoria keynesiana era definida estritamente na “esfera monetária”, e sua definição é baseada na preferência pela liquidez dos agentes, ou seja, a taxa de juros seria uma recompensa por não entesourar.

Um ponto fundamental é que os agentes podem obter financiamentos para realizar os investimentos produtivos, fariam isso através de um capital já acumulado ou

via emissão de títulos/ações ou ainda pelo empréstimo com os bancos. O sistema financeiro na visão de Keynes tem um papel muito importante e em nada se assemelha à visão clássica, como vê-se em Cardim<sup>1</sup>: “Para viabilizar investimentos o que é necessário é que o sistema financeiro seja capaz de responder as demandas por liquidez colocadas pelas empresas que desejam investir.”.

Nessa visão, o investimento não é restringido pela ausência de poupança e pode o ser pelo “excesso” de preferência pela liquidez. Assim explica Valente (2007, p. 93):

*“Uma vez que a demanda por finance, por parte das empresas não-financeiras, seja atendida, principalmente pelos bancos, a realização dos investimentos que deram origem àquela demanda expande a renda agregada e, com ela, a própria poupança. Esse aumento da poupança, por sua vez, é necessariamente igual ao dos investimentos realizados, já que a parcela do consumo agregado fica inalterada. Portanto, de acordo com a perspectiva keynesiana, o investimento jamais pode ser restringido por insuficiência de poupança. Na verdade, o que pode restringi-lo é a insuficiência de moeda ou, dizendo de outra forma, o ‘excesso relativo’ de preferência por liquidez dos bancos e investidores privados, não compensado pela oferta de crédito público.”.*

O investimento, segundo a teoria keynesiana, resultaria de uma análise comparativa entre investimento produtivo (capital fixo) e a taxa de juros de curto prazo para os investidores. Assim, o investimento produtivo seria realizado quando a expectativa de demanda supera o retorno oriundo de aplicações na taxa de juros. Cabe destacar que a decisão de investir leva em consideração também o risco atrelado, pois em ambientes de incerteza, os agentes econômicos podem demandar a moeda (função de reserva de valor).

O equilíbrio econômico então é apenas uma das inúmeras combinações possíveis (não existe uma convergência para o pleno emprego como na teoria dos clássicos).

Kalecki corrobora a visão de Keynes sobre investimento, tendo o princípio da demanda efetiva como um dos seus “pilares”, assim como a importância do

---

<sup>1</sup> <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento\\_poupanca\\_e\\_financiamento.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf)> Acesso em 22 de abril de 2015.

financiamento para o incentivo ao investimento produtivo. Segundo Grasel e Santana (1995, p. 73):

*“Para que não haja restrições ao investimento resultante de falta de poupança, a economia possui instituições específicas para garantir a liquidez necessária, que funcionam intermediando as transações entre os capitalistas que abrem mão da liquidez, e outros que necessitam dela. Isto evidentemente não resulta num potencial de investimento infinito. O limite, não é mais dado pela poupança, ‘determinado pelo capital próprio da empresa (determina o acesso ao crédito) e/ou pela lucratividade da empresa (quando recorre a recursos no mercado de capitais).”*

Um ponto a se destacar em sua teoria seria quanto ao processo de inovação tecnológica (fator importante nas decisões de investimento e consequentemente para a produção).

A relação do progresso técnico seria importante para justificar os investimentos mesmo com a existência de capacidade ociosa, pois proporcionariam maior lucratividade para as empresas e aumentariam a participação do mercado (concorrência é um estímulo à inovação tecnológica). Dessa forma, a taxa de lucro oriunda do capital novo (a ser investido) tem um papel importante também, pois quando a taxa de lucro do capital novo for maior que a taxa de lucro do estoque de capital, há um incentivo ao investimento (o oposto também se verifica). Grasel e Santana (1995, p. 76) destacam:

*“Em síntese, na teoria kaleckiana, os investimentos em capital fixo, no setor privado, numa economia capitalista desenvolvida, são determinados por: (i) poupança dos capitalistas; (ii) diferença entre o investimento efetivo e necessário; e (iii) influência direta do progresso tecnológico.”*

Apesar de suas visões semelhantes, cabe destacar que Kalecki com sua visão cíclica, não dá grande destaque a taxa de juros (alterações seriam relevantes no curto prazo mas sem grande impacto no longo prazo).

## **1.2 – Financiamento**

Conforme discutido, o financiamento tem diferentes papéis nas correntes clássicas e keynesianas que foram elucidadas anteriormente. Neste trabalho a abordagem relevante e que será utilizada ao longo do mesmo, é a corrente keynesiana.

O quadro abaixo apresenta as principais diferenças entre as teorias de Keynes, Kalecki e Wicksell:

Quadro I – Principais diferenças entre as teorias de Keynes, Kalecki e Wicksell

	Keynes	Kalecki	Wicksell
Investimento x Poupança	Investimento que determina a poupança.	Investimento que determina a poupança.	Poupança que determina o investimento.
Oferta x Demanda	PDE	PDE	Lei de Say
Sistema Financeiro	Papel de criar o financiamento do investimento.	Papel de criar o financiamento do investimento.	Intermediário financeiro, o financiamento só gera desequilíbrio econômico entre períodos (diferença entre a taxa de juros de "mercado" e a taxa natural de juros).
Papel da taxa de juros	Investimento é determinado através da relação entre a EMC (Eficiência Marginal do Capital) e a taxa de juros.	É mais importante o financiamento do que a taxa de juros.	A taxa natural de juros é o "preço" que iguala a demanda e oferta do capital. A taxa de juros aplicada no sistema financeiro, tende sempre para o nível da taxa natural de juros.
Papel do BC	Política monetária tem papel importante para o estado de confiança da economia, como também afeta o volume de investimento.	Papel apenas de suprir recursos à economia, para não desestabilizar a taxa de juros.	Papel na determinação do nível geral de preços.
Papel do Estado	Orientar os investimentos privados na depressão e na prosperidade.	Aparece efetivamente na depressão, com finalidade de criar poder de compra adicional para suprir a demanda efetiva.	

Fontes: Valente (2007, pp. 85-88; 93); Carvalheiro (1987, pp. 120-122); Grasel (1995, p. 73;76); Costa (2010, pp. 6-7)

O endividamento público pode ser uma ferramenta para estimular o desenvolvimento da economia. Cabe-se destacar as diferenças apresentadas por Keynes e Ricardo. Ricardo acreditava que o endividamento público, quer fosse via redução da carga tributária, quer fosse via emissão de títulos públicos, não apresentava um efeito na economia. Isso se dava, pois apesar dos maiores gastos públicos, o consumo não iria crescer baseado nas expectativas racionais dos agentes, ou seja, haveria uma preocupação quanto às responsabilidades fiscais futuras que fariam que o consumo não aumentasse. Já Keynes, acreditava que com um aumento dos gastos públicos, seria estimulada a renda e consequentemente o consumo e o produto.

Segundo Vieira (2005, p.8):

*“Na visão keynesiana em moda até meados da década de setenta, a forma de financiamento dos gastos do governo afeta bastante a economia. Já para os defensores da hipótese de equivalência ricardiana, os indivíduos, se puderem emprestar dinheiro ou tomar emprestado livremente, permanecerão indiferentes a um aumento de uma unidade monetária nos*



*impostos se este for usado para diminuir a dívida do governo. Em resumo, de acordo com a hipótese de equivalência ricardiana, os consumidores consideram que aumentos da dívida do governo representam aumento dos impostos no futuro. Isto posto, os indivíduos mantêm inalterados seus padrões de consumo de modo que esse tipo de política fiscal (diminuição de impostos financiada por emissão de dívida ou aumento de impostos com redução de dívida no futuro) em nada afetam a evolução das variáveis macroeconômicas reais.”.*

A visão de Keynes enfatiza a importância do financiamento como propulsor para o investimento produtivo e consequentemente para o desenvolvimento econômico. Conforme visto anteriormente, o financiamento pode ser feito através de uma poupança prévia ou via o sistema financeiro (através de empréstimos ou em uma análise posterior, de títulos privados ou mesmo de ações).

Na visão de Keynes, seria importante não apenas criar meios de pagamento para os investimentos, mas de um financiamento de longo prazo, pois os ativos comprados nos investimentos produtivos possuem duração mais longa (médio ou longo prazo) e assim o retorno não seria imediato. Dado o descasamento entre o investimento feito e o retorno a ser obtido, seria necessário obter um financiamento de longo prazo (ou ao menos de mesma duração do ativo produtivo) para poder cobrir as despesas.

Como afirma Alencar (2014, pp. 321-322):

*“O processo de financiamento, como se sabe, tem duas etapas: o finance, que é o financiamento ao tomador, e o funding, que transforma o financiamento ao tomador, de mais “curto prazo”, em um de longo prazo, fundeando o prestador com recursos com maturação mais compatível com aquela do investimento (ou outro gasto ou aplicação) realizado pelo tomador. Keynes sugeriu um circuito que envolve financiamento-investimento-poupança-funding. Cabe ressaltar que a poupança é a contrapartida ex-post do investimento. O finance é a própria demanda por investimento planejado, que é atendido pelo setor financeiro sob a forma de moeda.”.*

Tendo em vista isso, percebe-se a importância de um sistema financeiro eficiente para ser capaz de gerar essas linhas de crédito (financiamento) através dos diferentes canais.

### **1.3 – Sistema Financeiro Brasileiro**

O papel do Sistema Financeiro já foi evidenciado anteriormente, como sendo vital para o acesso às linhas de crédito para financiar o investimento produtivo. Na discussão do sistema financeiro, destacam-se as questões do setor bancário e do mercado de capitais.

O mercado de capitais (bolsa de valores) é um sistema de distribuição de valores mobiliários que proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas (ações) e viabiliza o processo de capitalização. A importância do mercado de capitais no escopo do estudo é o efeito que esse tem na decisão de investimento em capital fixo. A aplicação em ações pode se dar em 2 âmbitos: mercado primário (neste mercado, a compra de ações pode afetar diretamente o investimento produtivo pois, em geral, tem a finalidade de gerar recursos para o financiamento das próprias empresas em capital fixo) e mercado secundário (neste mercado, a compra de ações tem uma influência indireta no investimento produtivo ao gerar maior liquidez, pois as aplicações são baseadas em uma expectativa de lucro pelos agentes econômicos mas devido as incertezas associadas, há o risco dessa aplicação não ser rentável e com a liquidez no mercado secundário seria mais fácil se desfazer da posição).

O desenvolvimento do mercado de capitais acarreta um aumento da volatilidade do investimento, pois com a existência do mercado secundário (que apresenta um alto volume do giro de capital) tem-se o aumento das aplicações com fins especulativos causando maiores flutuações aos preços das ações baseado em “fatos relevantes” de curto prazo. Porém neste mercado, há também investidores que não são profissionais e tendem a ser influenciados pelo comportamento de manada (investidores seguem uma tendência no mercado que pode ou não ter fundamento).

Conforme Oreiro (2002, pp. 4-7), tendo em vista essa maior volatilidade gerada por conta do mercado de capitais, Keynes, em sua análise, discorre sobre a possibilidade de se alterar a política de tributação nas transações de ações para diminuir o efeito das aplicações com fins especulativos.

O papel do setor bancário está na oferta de crédito através dos empréstimos realizados aos agentes econômicos. Dessa forma os bancos tem o importante papel de prover liquidez aos agentes econômicos que necessitam de capital para realizar o investimento produtivo.

A preferência pela liquidez dos agentes pode acarretar uma sobrecarga no mercado de crédito (os bancos diminuem sua liquidez) e levando os bancos a elevarem a taxa de juros aplicadas em tais empréstimos. Com a elevação da taxa de juros, os bancos podem acabar inibindo o investimento produtivo, pois estaria elevando o custo do capital para os agentes e gerar uma preferência pela aplicação em ativos financeiros que ofertariam melhor risco x retorno. Essa relação só seria evitada com uma expansão do mercado de crédito.

Um ponto a se destacar no mercado brasileiro é a concentração do mercado dos bancos no Brasil. O que pode se verificar é a existência de um monopólio (poucos bancos controlam a maior parte do mercado), permitindo a execução de práticas oligopolísticas de formação de preços e tarifas.

A dificuldade em estimular o investimento, tem influência principalmente pela elevada taxa de juros aplicada no país, pois os bancos (como outras empresas) tem a finalidade de obter maiores rendimentos e com as taxas de juros elevadas como registra-se no Brasil, proporciona uma melhor relação de risco x retorno às aplicações em títulos da dívida pública.

Esses recursos que são utilizados para se investir em ativos financeiros (no caso os títulos da dívida pública), acabam por diminuir o capital ofertado para empréstimos que poderiam incentivar o investimento no capital fixo. Dado esse perfil, os bancos sobem a taxa de juros para os empréstimos (tem que elevar a taxa de juros para “pagar” o tradeoff).

No mercado brasileiro, alguns agentes (como os fundos de pensão) possuem parcela relevante de ativos financeiros. Os fundos de pensão representam um mercado ascendente no país com a importante função de gerar uma renda futura ao trabalhador. Suas aplicações são historicamente maiores no setor de renda fixa (e principalmente nos títulos da dívida pública), sendo assim suas aplicações além de representarem grande parte do mercado, são concentradas em ativos que não estimulam o investimento produtivo. Uma diferente abordagem em seus investimentos poderia acabar por gerar um estímulo à produção, ao se aplicar em outros setores.

## CAPÍTULO 2 – FUNDOS DE PENSÃO

A Previdência representa um seguro para a pessoa que contribui, com função de substituir a renda do trabalhador quando o mesmo se aposenta ou perde a capacidade do trabalho (em determinados casos, tal como invalidez, doença, etc). A Previdência Social é um benefício dado a todos os trabalhadores que contribuírem com parte de seus salários ao Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS).

O rendimento oriundo da Previdência Social é, em grande parte dos casos, insuficiente para os trabalhadores manterem o padrão de vida que levavam antes de se aposentar. Como forma de suprir esse problema, tem-se a Previdência Privada que tem o importante papel de complementar a renda do trabalhador.

Conforme a página eletrônica da Previdência (em Fundos de Pensão – Coletânea de Normas 2013)<sup>2</sup>:

*“O Regime de Previdência Complementar, em seus 36 anos de existência, tem crescido e se tornado um importante mecanismo de melhoria da renda futura do trabalhador, uma vez que permite ao participante contar com um benefício adicional, garantindo a manutenção de um nível maior de renda na aposentadoria.”*

O regime de Previdência Complementar é apoiado pelo governo por sua função de gerar poupança no decorrer do tempo. Assim, este é um mercado regulado, onde o governo possui importante função, ao interferir ativamente nos limites de aplicações, através da legislação.

### 2.1 – Sistema Previdenciário

A Previdência representa um benefício com a finalidade de prover renda ao contratante (ou a um beneficiário por ele indicado) por ocorrência do fato gerador.

São benefícios previdenciários: aposentadoria por idade, por invalidez, por tempo de contribuição, especial; auxílio-doença, -acidente, -reclusão; pensão por morte e salário-maternidade, família.

---

<sup>2</sup> <<http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/01/Colet%C3%A2nea-vers%C3%A3o-WEB.pdf>> Acesso em 12 de abril de 2015.

A Previdência pode ser Social ou Complementar. De acordo com a página eletrônica da BrasilPrev<sup>3</sup>:

*“Na Previdência Social, todos os trabalhadores contribuem para fomentar a renda daqueles que irão se aposentar; é o chamado regime de repartição simples. Na Previdência Privada, a formação da reserva é individual e o beneficiário recebe no final todo o saldo acumulado ao longo do tempo.”*

### **2.1.1 – Previdência Social**

A Previdência Social é um benefício pago pelo INSS ao trabalhador. Para tanto, é necessário que o trabalhador esteja inscrito no Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e contribua mensalmente, através do recolhimento por seu patrão das chamadas contribuições sociais para seguridade social, que representam uma percentagem de seu salário, a ser destinado ao INSS; sendo a empresa contribuinte de parcela complementar à do trabalhador.

### **2.1.2 – Previdência Complementar**

A Previdência Complementar é um benefício opcional com a finalidade de complementar a renda do trabalhador. A contribuição é aplicada por uma entidade gestora até se tornar benefício ao próprio contribuinte.

O sistema previdenciário complementar pode ser da forma Aberta ou Fechada. O regime aberto é visto através dos grandes bancos ou seguradoras que ofertam planos que qualquer cidadão pode aplicar (pessoas físicas ou jurídicas), a fiscalização é feita pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). O regime fechado é visto nos sindicatos, entidades de classe ou nas grandes empresas (públicas e privadas), que tem os seus próprios fundos para os funcionários, a fiscalização é feita pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) são conhecidas como fundos de pensão que por sua vez representam a fatia relevante do Patrimônio gerido no sistema

---

<sup>3</sup><<https://www2.brasilprev.com.br/ht/previdenciasemmisterio/oqueprevidencia/paginas/socialprivada.aspx>> Acesso em 15 de janeiro de 2015.

previdenciário complementar, e dessa forma esse estudo vai se ater nesse tipo de regime.

## **2.2 – Planos de Benefício**

Dentro dos fundos de pensão existem 3 variações de plano: Contribuição Definida (CD), Benefício Definido (BD) e Contribuição Variável (CV). Hoje os planos predominantes ainda são do tipo BD e é o vigente nos maiores fundos, porém os fundos posteriores tem preferido o plano de CD ou mesmo para alguns o CV.

O plano BD tem como característica a garantia do valor a receber por parte dos participantes, é dito que é um plano que gera maiores riscos para os gestores pois independente da contribuição feita pelos contribuintes, o valor a ser pago é dado, assim a gestão incorre em riscos de mercado. Já o plano CD tem característica inversa, o valor a ser aplicado pelo contribuinte já é dado e o benefício a frente será fruto do capital gerido, diz-se que o risco de mercado é transferido do gestor para o contribuinte nesse tipo de plano. Por último, o plano CV combina os 2 fatores no seu regime, reduzindo os riscos/custos em ambas as partes.

## **2.3 – Regulamentação**

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão responsável por instituir as diretrizes das aplicações de recursos dos fundos de pensão.

Através de uma resolução, o CMN estabelece os parâmetros básicos delineadores destas aplicações. A resolução atualmente em vigor é a Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009, que é assim definida: “Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.”

De acordo com o art. 17 da referida resolução, “os investimentos dos recursos dos planos administrados pela EFPC devem ser classificados nos seguintes segmentos de aplicação:

- I - renda fixa;
- II - renda variável;
- III - investimentos estruturados;
- IV - investimentos no exterior;

V - imóveis; e

VI - operações com participantes.”

Ainda conforme a resolução, cada segmento de aplicação é dividido em modalidades de investimento. A exemplo, são classificadas no segmento de renda fixa, dentre outras, as seguintes modalidades de investimento (art. 18):

I - os títulos da dívida pública mobiliária federal;

II - os títulos das dívidas públicas mobiliárias estaduais e municipais;

Cada plano administrado por uma EFPC possui a chamada “política de investimento”. A “política de investimento” é um documento elaborado pela Diretoria Executiva e aprovado pelo Conselho Deliberativo da EFPC, que define as características do plano em questão, tais como: a meta de rentabilidade para cada segmento de aplicação; a metodologia e os critérios para avaliação dos riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico; e os limites por modalidade de investimento, se estes forem mais restritivos que os estabelecidos na Resolução CMN nº 3.792/2009. (art. 16, Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009)

Sobreleva mencionar que mesmo os limites determinados pela “política de investimento” são regulamentados pelo governo, já que a mesma deve ser aprovada pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), conforme art 16, § 2º da resolução: “as informações contidas na política de investimento de cada plano devem ser encaminhadas à SPC no prazo de 30 (trinta) dias contados da data da respectiva aprovação pelo Conselho Deliberativo.”.

### **2.3.1 – Limites de alocação ao longo do período estudado**

Conforme seja do interesse do governo estimular um ou outro setor da economia, aproveitando-se dos grandes vultos financeiros que os fundos de pensão movimentam, o governo altera os limites de alocação em cada segmento de aplicação.

Assim, ao longo do período estudado neste trabalho (2002 a 2013), o CMN editou 4 resoluções. Os limites de aplicações estabelecidos em cada uma delas encontram-se discriminados nos quadros abaixo:

Quadros II a V - Limites de alocação em cada segmento de aplicação (percentuais em relação ao total de recursos da carteira de cada plano)

Quadro II – Resolução CMN 2.829/2001

Até 100% em renda fixa
Até 60% em renda variável
Até 16% em imóveis
Até 10% em empréstimos e financiamentos

Fonte: Resolução CMN 2.829/2001. Elaborado pelo autor.

Quadro III – Resolução CMN 3.121/2003

Até 100% em renda fixa
Até 50% em renda variável
Até 11% em imóveis
Até 15% em empréstimos e financiamentos

Fonte: Resolução CMN 3.121/2003. Elaborado pelo autor.

Quadro IV – Resolução CMN 3.456/2007

Até 100% em renda fixa
Até 50% em renda variável
Até 11% em imóveis
Até 10% em financiamentos imobiliários a participantes e assistidos
Até 15% em investimentos

Fonte: Resolução CMN 3.456/2007. Elaborado pelo autor.

Quadro V – Resolução CMN 3.792/2009

Até 100% em renda fixa
Até 70% em renda variável
Até 8% em imóveis
Até 15% em operações com participantes
Até 20% em investimentos estruturados
Até 10% em investimentos no exterior

Fonte: Resolução CMN 3.792/2009. Elaborado pelo autor.

## 2.4 – Meta Atuarial

A meta atuarial é a rentabilidade mínima que os fundos de pensão devem atingir de forma a garantir os seus compromissos futuros (o benefício recebido deve se enquadrar ao menos no valor da meta). A meta é fixada como uma taxa de juros



conjugada a um índice de inflação. Essa taxa de juros funciona como uma taxa de desconto, ou seja, é a taxa que traz a valor presente o benefício futuro. Dessa forma quando há uma redução da meta atuarial, significa que é necessária uma maior contribuição para alcançar o mesmo benefício futuro, porém sempre pautado no retorno efetivo (se o retorno for acima da meta, pode não haver a necessidade de um aumento da contribuição, porém sendo menor aumentará o valor).

As alterações na meta atuarial tem impactos diferentes nos diferentes tipos de plano de benefício (pois cada um tem uma estrutura diferente). No caso do plano do tipo BD, para se ater ao valor a ser recebido no futuro, possivelmente será necessário aumentar o valor da contribuição.

A meta também considera fatores próprios dos fundos de pensão, como destaca Bertucci (2006, p. 2):

*“Por outro lado, é cada vez maior a percepção, por parte de todos os agentes envolvidos, de que a meta atuarial representa também o principal balizador na determinação do risco máximo aceitável, a ser considerado quando da alocação do patrimônio do fundo em ativos na busca da melhor rentabilidade possível.”.*

São estabelecidas as premissas atuarias para se determinar os recursos financeiros necessários para cobrir os benefícios futuros. Essas premissas são baseadas em um conjunto de hipóteses, conhecidas como: hipóteses demográficas e financeiras.

De acordo com a página eletrônica da Caixa de Previdência e Assistência aos Funcionários do Banco do Estado do Pará S/A – CAFBEP<sup>4</sup>:

*“Hipóteses Demográficas são usadas para estimar a expectativa de vida da massa de participantes e expectativas de desligamento ou desistência do plano.”.*

*“Hipóteses Econômico-Financeiras estão intrinsecamente ligadas à política de remuneração dos patrocinadores do plano”.*

A meta atuarial tem como finalidade também adequar as projeções de retorno dos seus investimentos aos cenários econômicos atuais. Dessa forma, variações nas variáveis reais da economia, podem causar impactos no ambiente macroeconômico e consequentemente impactar a meta atuarial.

---

<sup>4</sup> <<http://cafbep.com.br/files/previ/conceito.pdf>>. Acesso em 26 de Abril de 2015.

## **CAPÍTULO 3 – O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA**

Ao longo deste trabalho, foi citado o papel do investimento para o desenvolvimento econômico e também um dos agentes (fundos de pensão) que tem potencial de impulsionar o investimento via aplicações em ativos que financiem esse investimento em capital fixo. Segundo Serrano (2005, p. 6):

*“Em países em desenvolvimento, como o Brasil, os recursos acumulados pelos fundos de pensão podem constituir-se em fonte para o financiamento do desenvolvimento. Nesse sentido, é possível que um aumento dos recursos dessas instituições possa elevar os recursos disponíveis para o financiamento a longo prazo.”.*

### **3.1 – Conjuntura Econômica**

A economia brasileira passou por algumas mudanças no período estudado, algumas de influência interna (política, juros, inflação, etc.) e outras de influência externa (como a crise do subprime).

Um marco na economia do Brasil foi a elaboração do plano real, criado com fins de combater a inflação, o plano foi lançado em julho de 1994 (no governo ITAMAR) e conseguiu estabilizar os preços. Se até o mês anterior a inflação estava em aproximadamente 45% (regime de alta inflação com muita flutuação), já no mês seguinte ao lançamento da nova moeda, a inflação batia na casa dos 6%.

O ajuste do plano real foi baseado na megavalorização da nova moeda (o real), estimulando assim a importação (com os preços baixos, os produtos importados “invadiram” o país), o que acabou por enfraquecer a produção nacional. Dessa forma, os preços foram controlados com os produtos nacionais perdendo vez diante dos baratos produtos importados. A deterioração da balança comercial, fez com que o governo elevasse consideravelmente a taxa de juros para atrair dólares para o país.

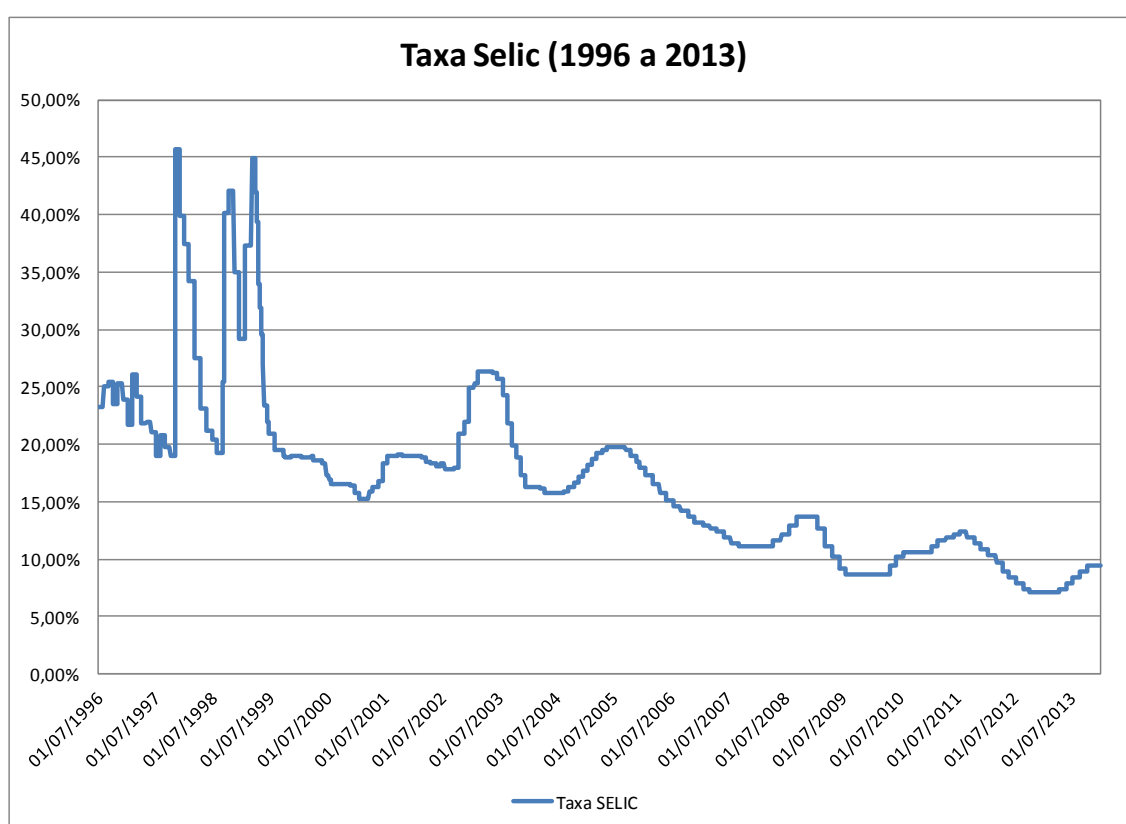
Segundo Modenesi (2011, p. 2):

*“O real foi mantido artificialmente sobrevalorizado, subordinando-se a política monetária ao objetivo de controlar o volume das reservas internacionais. As elevadas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos (BP), o temor da volta da inflação e a geração de déficits*

*primários, no primeiro governo do Presidente Cardoso, eram apontadas como principais justificativas para a excessiva rigidez da PM. Assim, a Selic real aproximou-se de 30% a.a. (1995 e 1998). No quadriênio de 1995 a 1998, sua média foi superior a 22% a.a.”.*

Com a taxa de juros elevada, o que se verificou foi um período de baixo crescimento e concentração de renda. Desde esse período que o Brasil apresenta elevadas taxas de juros, mesmo após uma acentuada redução em 1999 com a adoção do regime de metas de inflação, como se pode verificar no gráfico abaixo:

Gráfico I – Taxa SELIC (1996 a 2013)



Fonte: BCB. Elaborado pelo autor.

As altas taxas de juros do Brasil tiveram efeito nos investimentos, pois os investidores passaram a aplicar maior parcela do capital em títulos da dívida pública em detrimento aos investimentos em outros setores, caracterizando assim um perfil conservador do investidor brasileiro. Os títulos públicos atrelados à taxa de juros apresentavam altos retornos com baixo risco.

No período estudado, houve também fatos relevantes no Brasil e no mundo que afetaram a economia. O ano de 2002 por exemplo, marcou a ascensão ao poder do

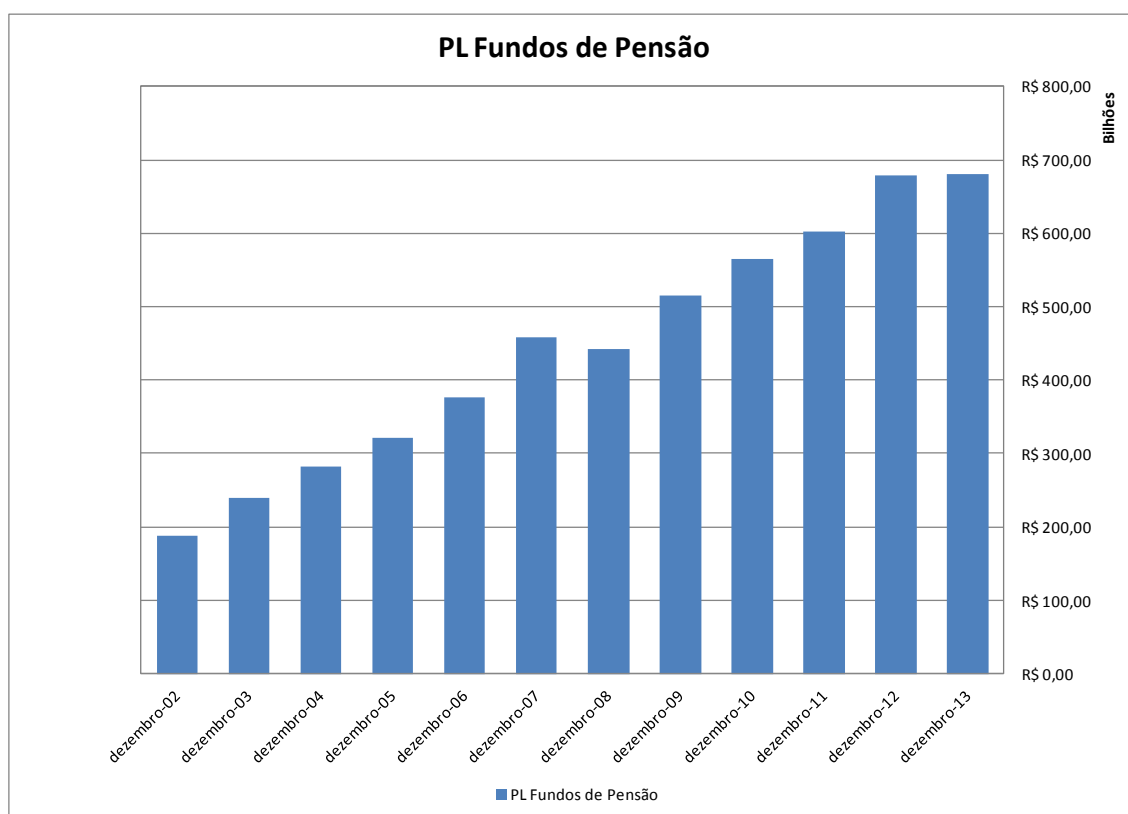
presidente Luis Inácio Lula da Silva e do partido do PT, durante as eleições e principalmente nos primeiros meses após a eleição, houve uma preocupação quanto ao futuro governo que causou cautela nos investidores estrangeiros, alta do dólar e consequentemente alta dos juros. Após os primeiros meses do mandato do presidente Lula sem nenhuma mudança radical na política, os investidores se acalmaram e houve uma normalização do mercado.

Já o ano de 2008, apresentou a crise do subprime nos EUA (crise que começou no setor imobiliário com os títulos hipotecários) que levou a falência de grandes bancos americanos (como o Lehman Brothers), crise de crédito e desaquecimento da economia. A crise se espalhou pelo mundo afetando as economias de vários países, como nos países da zona do euro que ainda enfrentam graves problemas de endividamento (como a Grécia).

### **3.2 – Dados Empíricos**

A evolução dos Fundos de Pensão é marcante nos últimos anos, e o mercado ganhou maior importância no cenário nacional. O gráfico abaixo mostra a evolução patrimonial dos Fundos de Pensão:

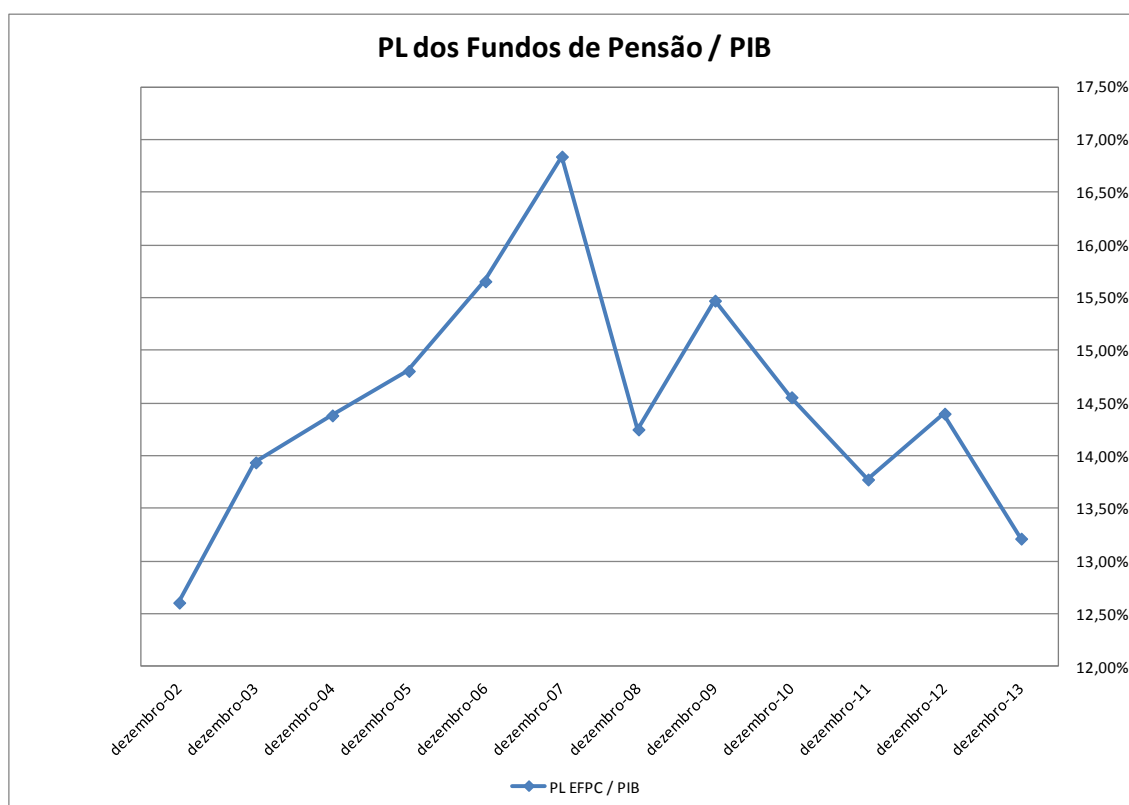
Gráfico II – PL Fundos de Pensão



Fonte: PREVIC. Elaborado pelo autor.

Apesar do crescimento dos fundos de pensão no Brasil, o mercado ainda não é tão desenvolvido como poderia ser. Ao olharmos os casos dos países desenvolvidos ou mesmo alguns países em desenvolvimento, percebe-se o maior impacto dos mesmos em suas respectivas economias. Uma análise a ser feita nessa questão, seria a relação do PL dos fundos de pensão com o PIB nacional. No caso brasileiro, esse valor ainda é baixo e não apresentou evolução significativa no período do estudo:

Gráfico III – PL dos Fundos de Pensão / PIB



Fontes: PREVIC e BBG. Elaborado pelo autor.

A tabela abaixo mostra a relação PL / PIB para alguns países (desenvolvidos e da América Latina):

Tabela I – PL dos Fundos de Pensão / PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alemanha	3,51%	3,66%	3,82%	4,07%	4,23%	4,64%	4,77%	5,32%	5,41%	5,71%	6,29%	6,24%
Austrália	68,74%	67,15%	69,77%	78,11%	87,53%	106,09%	93,10%	82,53%	89,52%	92,74%	91,41%	103,27%
Bolívia	15,12%	18,89%	19,84%	21,50%	19,99%	21,53%	22,60%	26,68%	27,72%	n.d.	n.d.	n.d.
Canadá	47,15%	50,32%	52,53%	56,68%	61,63%	60,96%	50,10%	58,73%	63,06%	62,19%	65,58%	71,27%
Chile	52,81%	56,05%	55,97%	55,62%	57,53%	61,01%	49,82%	61,99%	62,63%	57,97%	59,83%	62,22%
China	16,55%	18,02%	22,60%	24,26%	27,25%	30,44%	27,38%	31,49%	34,17%	31,90%	34,37%	37,53%
Colômbia	6,39%	7,47%	8,59%	11,43%	11,29%	15,05%	14,38%	13,28%	16,13%	16,93%	18,16%	18,19%
EUA	62,46%	71,78%	73,41%	74,53%	77,11%	78,02%	59,56%	70,05%	74,68%	71,77%	74,32%	83,02%
Holanda	85,50%	101,19%	108,12%	120,67%	124,37%	135,10%	112,74%	118,60%	129,54%	136,19%	155,43%	160,64%
México	4,65%	5,22%	5,55%	8,83%	10,00%	9,88%	10,03%	11,66%	12,55%	12,77%	14,09%	14,77%
Peru	8,02%	10,45%	10,94%	12,49%	15,27%	18,25%	13,60%	18,41%	20,24%	16,83%	18,41%	18,73%
Reino Unido	57,37%	62,66%	66,01%	76,00%	80,62%	76,52%	63,45%	79,32%	86,77%	93,95%	102,88%	105,78%
Suíça	93,23%	99,94%	104,02%	113,26%	114,81%	111,96%	94,84%	108,04%	108,48%	106,87%	113,68%	119,40%
Uruguai	8,40%	10,62%	11,26%	12,21%	13,39%	13,24%	10,99%	14,57%	17,25%	16,94%	19,38%	n.d.

Fonte: OECD. Elaborado pelo autor.

Brasil <sup>1</sup>	12,61%	13,94%	14,38%	14,80%	15,66%	16,84%	14,25%	15,47%	14,56%	13,77%	14,40%	13,21%
---------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fontes: PREVIC e BBG. Elaborado pelo autor.

Os valores apresentados na tabela acima mostram que o mercado no Brasil ainda é muito incipiente se comparado aos países desenvolvidos e até mesmo os países

da América Latina. O próprio fato de ter quatro diferentes resoluções alterando os limites de alocação ao longo do período, já demonstra isso.

As aplicações dos fundos de pensão, além de representarem potenciais impactos para o financiamento do investimento produtivo, são realizadas de forma a perseguir a meta atuarial que os gestores têm que bater, a qual é influenciada pela taxa de inflação vigente. Esse foi um desafio dos gestores nos últimos anos, pois historicamente os juros no Brasil são elevados e dessa forma os fundos aplicavam a maior parte do seu Patrimônio em RF (sendo, boa parte nos títulos públicos). Ao se aplicar em título com cupom, já basicamente garantiam que o retorno alcançaria a meta, porém com o passar dos anos e a queda dos juros que foi verificada o desafio aumentou para os gestores.

No gráfico abaixo, pode-se ilustrar a evolução da Taxa Selic e do Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA), que conforme mencionado anteriormente, serve de base de comparação para a definição da meta atuarial dos fundos de pensão:

Gráfico IV – Taxa Selic e IPCA



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Acesso em 09 de Março de 2015

No gráfico abaixo, pode-se destacar a diferença entre a Taxa SELIC e o IPCA desde 2002 até o fim de 2013. Fica marcante que a diferença se reduziu consideravelmente a partir de 2006, o que tornou o desafio dos gestores dos fundos de

pensão mais complexo. A queda da taxa de juros e os níveis mais altos de inflação indicavam que o retorno necessário para bater a meta atuarial não poderia vir apenas da RF, por causa dos menores retornos por consequência da queda da taxa de juros.

Gráfico V – Taxa Selic vs IPCA



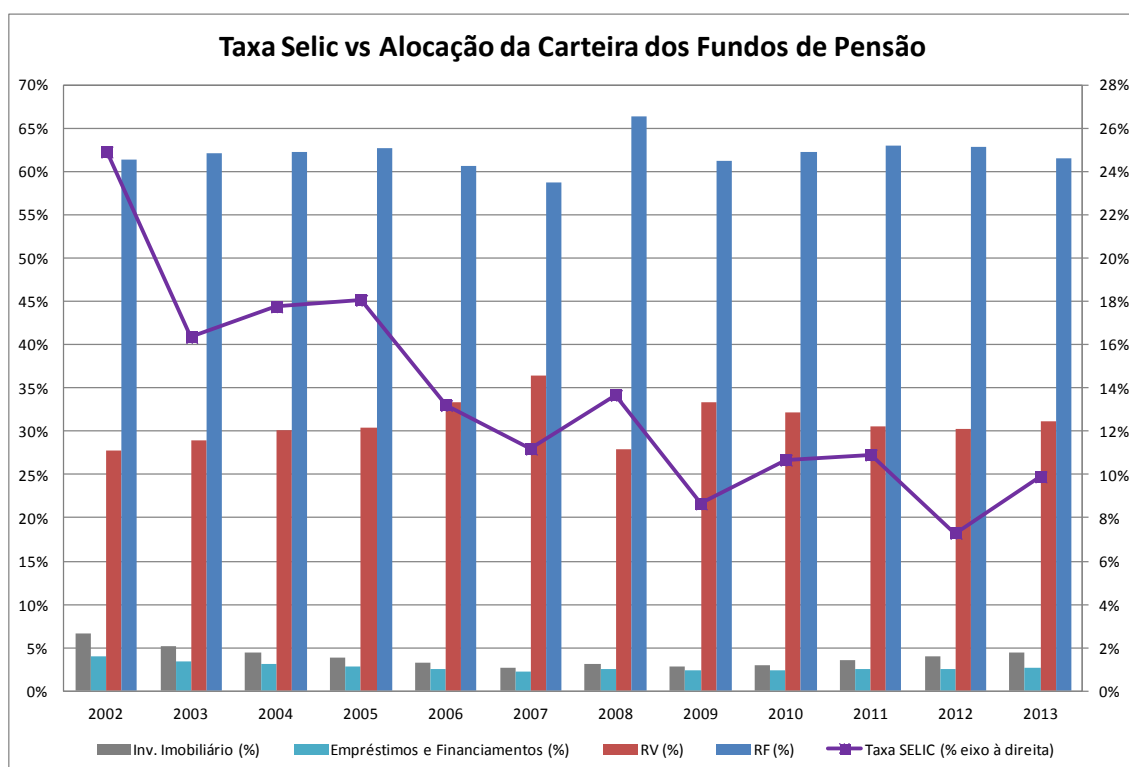
Fonte: Bloomberg Finance L.P. Acesso em 09 de Março de 2015

### 3.3 – Comportamento dos Fundos de Pensão no Brasil de 2002 a 2013

O gráfico abaixo ilustra as carteiras dos fundos de pensão (por seguimento) no período estudado (2002 a 2013):



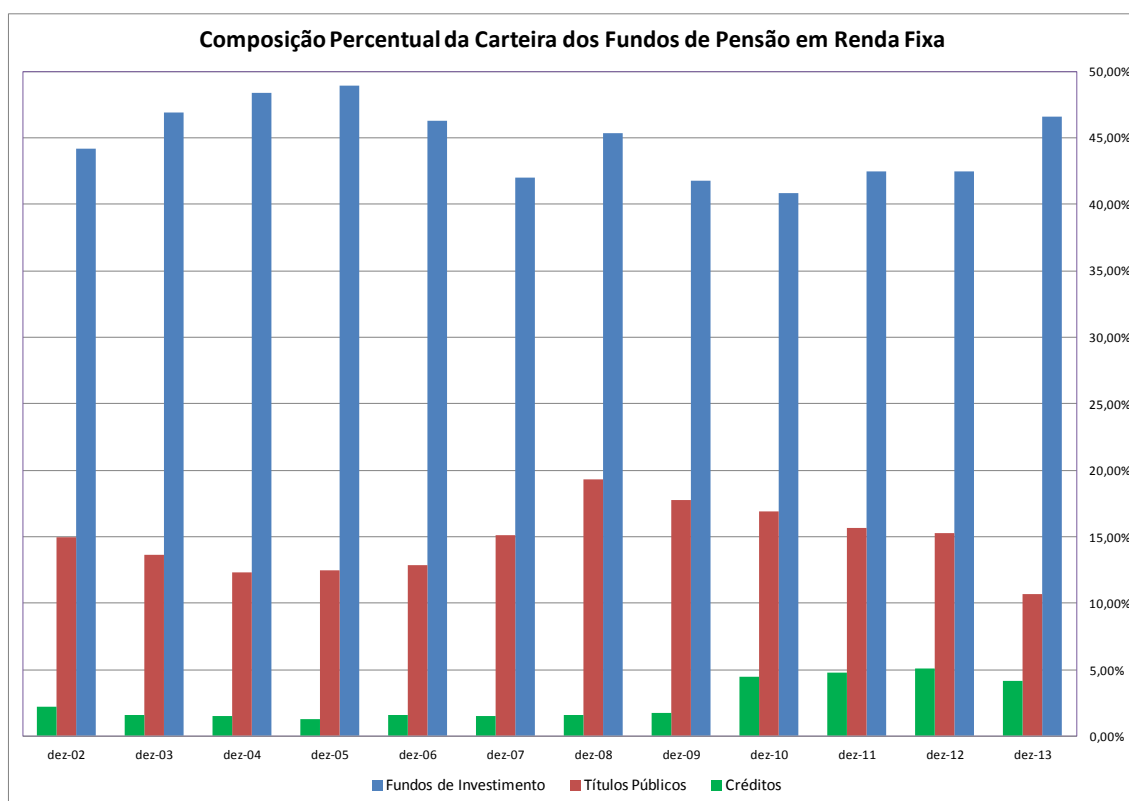
Gráfico VI – Taxa Selic vs Alocação da Carteira dos Fundos de Pensão



Fonte: PREVIC. Elaborado pelo autor.

Os investimentos em títulos públicos são feitos de forma direta (aquisição de títulos no mercado) e indireta (aplicações em fundos de investimento que em suas carteiras possuem títulos públicos). Porém a quebra da parcela dos títulos públicos dentro das aplicações em fundos de investimento, não é divulgada. O gráfico abaixo mostra a quebra dos investimentos em RF:

Gráfico VII – Composição Percentual da Carteira dos Fundos de Pensão em Renda Fixa



Fonte: PREVIC. Elaborado pelo autor.

No período estudado, houve uma expansão moderada dos investimentos em RV e uma redução nos investimentos imobiliários e financiamentos. As aplicações em RF se mantiveram estáveis, apesar da alocação em títulos públicos ter cedido no período como se evidencia no gráfico acima.

As resoluções publicadas ao longo desses anos tiveram alguns impactos quanto às alocações<sup>5</sup>, como no caso dos investimentos imobiliários que reduziu o limite pela metade (até a resolução de 2001 era possível aplicar 16% do PL enquanto que na última resolução de 2009, só poderia aplicar 8%) e principalmente no segmento de RV, que após uma redução de 10% na resolução de 2003 (poderia se aplicar até 50%), teve seu limite reajustado para até 70% na resolução de 2009.

As alterações realizadas nas resoluções tem por finalidade estimular as aplicações dos fundos de pensão em RV, que ao longo do tempo só mostrou um declínio significativo no ano de 2008. Esse fato pode ser explicado pelo aumento da volatilidade do mercado devido à crise do subprime e à aversão ao risco gerada no

<sup>5</sup> Os limites estabelecidos nas diferentes resoluções, encontram-se discriminados no item 2.3.1

mercado, assim como o aumento da taxa de juros que incentivou uma realocação das aplicações em RV para RF.

Deve-se levar em conta também que com a redução da taxa de juros no período, os fundos de pensão teriam uma propensão a diversificar os investimentos feitos no setor de RF. Pois com menores retornos dos títulos, precisam aplicar em setores mais arriscados, mas que possibilitam maiores retornos, para bater a meta atuarial.

Essa relação da taxa de juros com os investimentos em RF e RV fica mais explícita ao se analisar o gráfico da Taxa Selic vs Alocação da Carteira dos Fundos de Pensão (gráfico VI).

Tendo em vista a alocação da carteira dos fundos de pensão no Brasil, percebe-se que o papel dessas instituições como financiadores de setores produtivos é ainda pouco significativo. Isto por conta ainda do elevado grau de concentração das suas aplicações no setor de RF e em especial nos títulos da dívida pública.

O caminho para estimular o desenvolvimento passa pela situação econômica do país (a alta taxa de juros praticada no Brasil não estimula o investimento produtivo, pois é mais rentável para o investidor aplicar em ativos financeiros com maiores retornos ou pelo menos com menores riscos) e também pelos estímulos do órgão regulador através do estabelecimento dos limites de aplicação.

Cabe destacar que com a elevada taxa de juros registrada no período (e também vigente), um estímulo por parte das políticas econômicas teria grande importância para estimular o desenvolvimento. Conforme Grasel e Santana (1995, p. 70), *na visão keynesiana, o investimento é determinado entre a relação da EMC e a taxa de juros*, logo uma taxa de juros alta pode estimular as aplicações financeiras em detrimento do investimento em capital fixo.

Concluindo, para se estimular o investimento seria necessário um maior esforço por parte do governo através de políticas econômicas e menores taxas de juros, que estimulariam assim uma realocação do capital até então aplicado nos ativos financeiros para os setores produtivos. Isso, juntamente com os esforços regulatórios sobre os fundos de pensão e uma continuação da expansão desse setor, resultaria em maiores investimentos através da realocação da carteira desses grandes agentes.

## CONCLUSÃO

Os fundos de pensão tem um importante papel como financiadores do investimento produtivo e assim do crescimento econômico. Suas aplicações, porém, levam em consideração os fatores macroeconômicos que afetam seus rendimentos, amparados também pela regulação. Porém, o caso brasileiro apesar de mostrar uma evolução no período estudado, ainda está muito aquém do que poderia.

O mercado ainda está em um estágio embrionário se comparado aos fundos de pensão nos outros países. Essa questão ficou evidente quando se comparou a evolução do peso do PL / PIB nos países desenvolvidos e mesmo nos países da América Latina.

As aplicações dos fundos de pensão concentradas no setor da RF, e particularmente nos títulos públicos, demonstram também que não houve grande avanço quanto à diversificação das aplicações em setores que impactem o investimento produtivo. Há um esforço por parte do aparato regulatório que tem estimulado a diversificação dessas aplicações (notoriamente pelo aumento dos limites de aplicações em RV), porém esse esforço tem que ter apoio ainda das políticas econômicas que estimulem o investimento.

Conforme Carvalheiro (1987, pp. 120-122), *na teoria keynesiana, a política monetária tem papel importante para o estado de confiança da economia, como também afeta o volume de investimento.* O papel da política monetária estaria na determinação da taxa de juros, a qual no período estudado permaneceu em elevados níveis, o que dificulta um estímulo à diversificação das aplicações dos fundos de pensão em outros setores, desestimulando o investimento produtivo.

Sendo assim, apesar da evolução dos fundos de pensão nos últimos anos, seu resultado sobre o desenvolvimento da economia brasileira ainda é incipiente. Porém, uma realocação da carteira desses agentes poderia gerar um maior impacto no financiamento do investimento na economia nacional.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALENCAR, Douglas Alcantara. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia:** uma abordagem keynesiana. Revista de Economia Contemporânea (2014) 18(2): p. 321-322. Disponível em: <[http://www.academia.edu/10075508/RESENHA\\_BIBLIOGR%C3%81FICA\\_SISTEMA\\_FINANCEIRO\\_BANCOS\\_E\\_FINANCIAMENTO\\_DA\\_ECONOMIA\\_UMA\\_ABORDAGEM\\_KEYNESIANA](http://www.academia.edu/10075508/RESENHA_BIBLIOGR%C3%81FICA_SISTEMA_FINANCEIRO_BANCOS_E_FINANCIAMENTO_DA_ECONOMIA_UMA_ABORDAGEM_KEYNESIANA)>. Acesso em 24 de abril de 2015.

BCB. **Banco Central do Brasil. Histórico das taxas de juros.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em 29 de abril de 2015.

BERTUCCI, Luiz Alberto, et al. **Gerenciamento de risco de fundos de pensão no Brasil:** alocação estratégica ou simples foco na meta atuarial?. out. 2006, p. 2. Disponível em: <<http://periodicos.pucminas.br/index.php/economiaegestao/article/viewFile/25/22>>. Acesso em 26 de Abril de 2015.

BRASILPREV. **Previdência: Social ou Privada.** Disponível em: <<https://www2.brasilprev.com.br/ht/previdenciasemmisterio/oqueprevidencia/paginas/socialxprivada.aspx>>. Acesso em 15 de janeiro de 2015.

CAFBEF. **Sistema de Previdência Complementar:** Decifrando Alguns Conceitos Atuariais. Disponível em: <<http://cafbef.com.br/files/previ/conceito.pdf>>. Acesso em 26 de Abril de 2015.

CARVALHEIRO, Nelson. **Fundamentos da intervenção do Estado:** algumas concepções em Keynes e Kalecki. Revista de Economia Política. Vol. 7. nº 2. Abril-junho de 1987. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/26-7.pdf>>. Acesso em 30 de abril de 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim, et al. **Economia Monetária e Financeira:** Teoria e Política. 2. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007, pp. 211-217.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Investimento, poupança e financiamento.** Financiando o crescimento com inclusão social. IE/UFRJ. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento\\_poupanca\\_e\\_financiamento.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf)>. Acesso em 22 de abril de 2015.

CETIP. **Estatísticas:** Acesse a série histórica do DI. Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/astec/series\\_v05/paginas/web\\_v05\\_template\\_informacoes\\_di.asp?str\\_Modulo=completo&int\\_Idioma=1&int\\_Titulo=6&int\\_NivelBD=2](http://www.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_template_informacoes_di.asp?str_Modulo=completo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2)>. Acesso em 29 de abril de 2015.

COSTA, Fernando Nogueira. **Knut Wicksell.** IE/UNICAMP, fev. 2010, pp. 6-7. Disponível em: <<https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2010/02/knut-wicksell.pdf>>. Acesso em 30 de Abril de 2015.

GRASEL, Dirceu; SANTANA, Edvaldo Alves. **Determinantes do investimento no Brasil: 1980/90.** Periódicos UFSC, v.6, n.1, 1995, p. 70; p. 73; p. 76. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/view/6226/5892>>. Acesso em 22 de abril de 2015.

MODENESI, Andre de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. **Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real:** uma agenda de pesquisa. IE/UFRJ. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/oldroot/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto2106.pdf>>. Acesso em 29 de abril de 2015.

OECD. **Funded Pensions Indicators.** Disponível em: <[http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI\\_NEW](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW)>. Acesso em 28 de abril de 2015.

OREIRO, José Luís. **Acumulação de Capital, Sistema Financeiro e Regulação Governamental:** Uma análise comparativa das contribuições de Keynes, Stiglitz e Dymski. IE/UFRJ, jan. 2002, pp. 4-7. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/acumulacao\\_de\\_capital\\_mercado\\_financeiro\\_e\\_regulacao](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/acumulacao_de_capital_mercado_financeiro_e_regulacao)>. Acesso em 24 de Abril de 2015.

PREVIC. **Fundos de Pensão: Coletânea de Normas.** Disponível em: <<http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/01/Colet%C3%A2nea-vers%C3%A3o-WEB.pdf>>. Acesso em 12 de abril de 2015.

PREVIC. **Ministério da Previdência Social. Informes Estatísticos.** Disponível em: <<http://www.previdencia.gov.br/previc/informes-estatisticos/>>. Acesso em 18 de janeiro de 2015.

**Resolução CMN nº 2.829/2001** (Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada). Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2829\\_v6\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2829_v6_P.pdf)>. Acesso em 27 de abril de 2015.

**Resolução CMN nº 3.121/2003** (Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar). Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2003/pdf/res\\_3121\\_v7\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2003/pdf/res_3121_v7_P.pdf)>. Acesso em 27 de abril em 2015.

**Resolução CMN 3.456/2007** (Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar). Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res\\_3456\\_v3\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3456_v3_P.pdf)>. Acesso em 27 de abril de 2015.

**Resolução CMN nº 3.792/2009** (Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar). Disponível em:

< [http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res\\_3792\\_v3\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3792_v3_P.pdf)>. Acesso em 18 de janeiro de 2015.

SERRANO, Ricardo de Alencar. **A Previdência Complementar como Formadora de Poupança Interna:** análise do seu crescimento. 2005, p. 6. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/ri/bitstream/ri/9912/1/Ricardo%20Serranoseg.pdf>>. Acesso em 27 de Abril de 2015.

VALENTE, Frederico S.P.F. **A relação entre investimento, poupança e taxa de juros:** um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo. Leituras de Economia Política, Campinas, (12): 83-99, jan. 2006/dez. 2007. Disponível em: <<http://revistalep.com.br/index.php/lep/article/viewFile/38/35>>. Acesso em 21 de abril de 2015.

VIEIRA, Bruno Ferreira. **Equivalência Ricardiana:** Evidência Empírica para o Caso do Brasil. Rio de Janeiro, 2005, p.8. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/178/2058.pdf?sequence=1>>. Acesso em 30 de abril de 2015.